

무기명채권의 암묵적 조세와 조세정책적 시사점*

정운오

서울대학교 경영대학 교수
(wjung@plaza.snu.ac.kr)

본 연구의 목적은 우리 나라 채권시장에 존재하는 무기명채권과 관련한 암묵적 조세(implicit tax)의 존재와 크기를 실증하고, 이에 근거하여 세무 정책적인 시사점을 제시하는 데에 있다. 무기명채권의 가장 큰 과세혜택은 만기에 상환 받으면 「금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률」상 자금출처 조사가 면제되어 증여세 또는 상속세를 회피할 수 있다는 점이다. 이러한 과세혜택은 무기명채권의 稅前수익률을 하락시켜서 투자자들에게 암묵적 조세를 발생시킬 것이다. 본 연구의 결과에 따르면, 1998년도에 발행된 총 4조원의 무기명채권과 관련하여 채권투자자들은 총체적으로 6,978억원에 달하는 증여세를 합법적으로 회피한 것으로 추정되고, 암묵적 조세의 형태로 간접적으로 부담한 세금은 1조 2,455억원으로 추정된다. 이는 채권매입자들이 실질적으로 약 31%의 증여세율을 부담한 것과 동등한 결과이다. 이러한 사실은 조세정책적인 측면에서 몇 가지 시사점을 제공한다. 먼저, 무기명채권의 존재는 최고세율이 45%로 누진적인 증여세율 구조를 압축시키는 효과를 초래하여 조세형평성을 저해하는 문제를 야기한다. 이는 조세차익거래(clientele-based tax arbitrage)를 통하여 높은 명시적 조세의 부담을 상대적으로 낮은 암묵적 조세 부담으로 대체하는 것과 흡사하다. 무기명채권의 발행이 증여세율의 누진구조를 약화시킨다는 사실은 이러한 채권을 발행할 때에 표시이자율을 신중하게 결정할 필요가 있음을 시사한다. 한편, 무기명채권의 발행은 불완전하고 상당한 집행비용(enforcement cost)이 소요되는 증여세의 직접징수를 대체하는 방법이 될 수도 있다. 과세당국이 증여稅源의 포착에 효과적이지 못한 경우라면, 무기명채권의 발행으로 최소한 암묵적 조세 상당의 증여세를 간접적으로 거두어들이는 효과를 볼 수 있다. 또, 과세당국이 세원 포착에 매우 효과적인 경우에도 무기명채권의 발행은 증여세의 직접 징수와 관련한 집행비용을 절약하게 해주는 利點을 갖는다. 4조원의 무기명채권을 매입함으로써 투자자들은 1조 2,455억원의 암묵적 조세를 부담하였는데, 이 정도의 증여세를 직접 징수하려면 모든 증여에 법정 최고세율을 적용한다고 가정하여도 2조 7,678억원의 세원을 포착해야 한다. 이는 과세당국의 세원 포착 확률이 약 70% 정도가 되어야 징수할 수 있는 금액이다. 만일 평균 증여세율이 더 낮아진다면 더 높은 세원포착 확률을 필요로 하고, 집행비용은 더욱 증가할 것이다.

1. 서 론

相異한 두 개의 자산이 稅前으로 동일한 크기와 위험을 갖는 현금흐름을 창출하지만, 하나의 자산이 투자수익 비과세나 부분면세 등과 같은 과세상의 혜택으로 인해 다른 자산에 비해 稅부담이 더 가볍다면, 납세자들은 그러한 과세혜택이 있는 자산(tax-favored asset)을 투자대상으로서 선호하

게 된다. 이 경우 거래비용을 발생시키는 시장마찰이나 자유로운 거래를 제한하는 세법상의 제약이 존재하지 않는다면, 과세혜택 자산은 非혜택 자산에 비해 상대적으로 가격이 상승하게 되고, 투자수익률은 하락한다. 이러한 과세혜택 자산의 수익률 하락으로 투자자들은 암묵적인(implicit) 세금을 납부하는 것과 동등하게 된다. 이 때 한계세율이 투자자마다 다르다면, 세전수익률이 낮은 과세혜택 자산의 자연스러운 투자자, 즉 고객은 명시적 세율

논문 접수일 : 2000.1 게재확정일 : 2000.7

* 본 연구는 2000년 서울대학교 발전기금 일반학술연구비에 의해 수행되었음. 본 연구의 이전 version에 대해 좋은 제언을 해 주신 이만우 교수와 한국회계학회 동계학술논문발표대회 참석자들 및 익명의 두 심사자에게 감사드린다.

이 높은 투자자가 되고, 반면 세전수익률이 높은 과세비혜택 자산은 명시적 세율이 낮은 투자자들이 선호하게 된다. 이러한 현상을 조세의 고객효과 (tax clientele effect)라고 부른다.

국내외의 많은 선행연구들은 이러한 조세고객효과와 암묵적 조세의 존재를 실증적으로 검증하거나 그 크기를 추정하였다.¹⁾ 본 연구는 이러한 선행연구의 확장 선상에서 우리 나라 채권시장에 존재하는 무기명채권²⁾과 관련한 암묵적 조세의 존재와 크기를 실증하고, 이에 근거하여 세무 정책적인 시사점을 제시하고자 한다. 무기명채권의 가장 큰 과세혜택은 만기에 상환 받으면 「금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률」상 자금출처 조사가 면제되므로 증여세 또는 상속세를 회피할 수 있다는 점이다.³⁾ 또, 무기명채권은 만기가 5년인 장기채권이므로 유예 중인 금융소득종합과세제도가 2001년에 부활하더라도 이자소득이 분리과세가 되어 종합과세를 피할 수 있는 장점도 있다. 이러한 상당한 과세혜택은 무기명채권의 세전 수익률을 하락시켜서 투자자들에게 암묵적 조세를 발생시킬 것이다. 현재 유통 중인 무기명채권들은 표시이자율이 최저 5.5%에서 최고 7.5%로서 발행 당시의 시장금리인 8.7% 내지 15.2%에 비해 현저하게 낮았음에도 액면가액으로 발행되었다. 뿐만 아니라, 다음과 같은 경제기사는 무기명채권에 대해 상당한 암묵적 조세가 존재함을 시사한다: “부유층의 변칙상속에

대한 정부의 강력한 제재방침이 밝혀지자 발행당시 소화조차 어려웠던 무기명채권이 최근 날개돋친 듯 팔리고 있다. 사채(私債)시장에서는 매물이 자취를 감췄으며 일부 증권사를 통해 판매되고 있는 물량도 발행당시보다 수익률이 절반으로 떨어졌다. 갈 곳 없는 뭉치돈이 세금을 회피하기 위해 무기명채권으로 몰리고 있는 셈이다. 지난해(註: 1998년) 발행된 무기명채권 중 고용안정채권, 중소기업구조조정채권은 거의 거래되지 않고 있으며 증권금융채권은 발행당시 연 6.5%이던 수익률이 3% 수준에서 거래되고 있다. 현재 거래되고 있는 증권금융채권은 발행물량 2조원 중 인수자가 없어 기관투자자가 인수했던 1조 2,000억원 중 일부이다. 증권업계에서는 기관이 떠 안았던 물량 중 이미 1조원 가까이 소화됐을 것으로 보고 있다. … 中略 … 발행된 지 1년여만에 6.5%이던 수익률이 3%로 떨어졌다면 만기가 가까워질수록 채권 값이 더 뛰게 될 것이라는 게 전문가들의 분석이다. … 中略 … 특히 금융소득종합과세가 실시되는 경우 분리과세되는 혜택까지 있어 더 빠른 속도로 채권 값이 떨어질 것으로 예상되고 있다. 실제 금융소득종합과세 실시가능성이 제기되던 지난 8월 수익률이 2.7%까지 떨어졌다. 이 때문에 무기명채권의 만기가 가까워지고 금융소득종합과세가 실시된다면 국내 채권 시장 역사상 처음으로 마이너스 수익률까지 나올 것이라는 관측이다. … 下略 … (1999년 10월 21

1) 해당 선행연구로는 Shackelford(1991), Wilkie(1992), Berger(1993), Guenther(1994), 정운오(1996), 고종권(1996), Erickson and Maydew(1998), 정운오와 전규안(1999), 김갑순(1999), 이경예(1999) 등이 있다. 암묵적 조세의 개념을 비롯한 미시경제학에 근거한 세무연구의 개괄은 정운오(1998)를 참조하라.

2) 본 연구에서 가리키는 무기명채권은 사실은 비실명채권이라고 불러야 더 타당하다. 그러나 실무에서 이미 무기명채권이라는 용어를 널리 사용하고 있으므로 본 연구에서도 이 용어를 그대로 채택하기로 한다. 이 점을 지적해 준 익명의 심사자에게 감사드린다.

3) 무기명채권을 만기까지 보유하지 않고 중도에 매각하면 국세청의 자금출처조사 면제 대상에서 제외된다. 무기명채권의 만기보유자가 자금출처 조사를 면제받기 위해서는 채권발행기관이나 취급 금융기관에서 만기상환사실확인서를 발급 받아야 한다. 이후 만기보유자는 채권매각대금 사용 내역에 대해 국세청이 세무조사를 나오면, 만기상환사실확인서를 제출하고 자금출처 조사를 면제받게 된다. 이에 앞서 채권취급 금융기관은 채권 만기보유자가 상환 받은 후 10일 이내에 채권명, 매입자 성명, 금액, 상환일자 등이 기재된 사실확인서 사본을 국세청에 통보해야 한다.

일자 매일경제신문”

본 연구의 결과에 따르면, 1998년도에 발행된 총 4조원의 무기명채권과 관련하여 채권매입자들은 총체적으로 6,978억원에 달하는 증여세를 합법적으로 회피한 것으로 추정되고,⁴⁾ 암목적 조세의 형태로 간접적으로 부담한 세금은 1조 2,455억원으로 추정된다. 이는 채권매입자들이 실질적으로 약 31%(= 1조 2,455억원 ÷ 4조)의 증여세율을 부담한 것과 동등한 결과이다. 이러한 사실은 조세정책적인 측면에서 몇 가지 시사점을 제공한다. 먼저, 무기명채권의 존재는 최고세율이 45%로 누진적인 증여세율 구조를 압축시키는 효과를 초래하여 조세형평성을 저해하는 문제를 야기한다. 이는 조세차익거래(clientele-based tax arbitrage)를 통하여 높은 명시적 조세의 부담을 상대적으로 낮은 암목적 조세 부담으로 대체하는 것과 흡사하다. 무기명채권의 발행이 증여세율의 누진구조를 약화시킨다는 사실은 이러한 채권을 발행할 때에 표시이자율을 신중하게 결정할 필요가 있음을 시사한다. 구체적으로는, 무기명채권의 이자율을 추후 소개할 「적정이자율」과 일치하도록 책정한다면 채권매입자는 회피한 증여세 전액을 암목적 조세의 형태로 납부하게 되고, 증여세율의 누진구조를 해치지 않게 된다. 그러나 이러한 「적정이자율」은 각 채권매입자들의 증여세율에 따라 다르므로, 무기명채권의 매입 가능성이 가장 높은 증여자들의 세율을 예측하고, 이들에 대한 「적정이자율」을 기준으로 무기명채권의 이자율을 책정하는 것이 필요하다.

한편, 무기명채권은 증여세의 징수와 관련하여 흥

미로운 論点을 제공한다. 즉, 무기명채권의 발행은 불완전하고 상당한 집행비용(enforcement cost)이 소요되는 증여세의 직접징수를 대체하는 방법이 될 수 있다는 점이다. 과세당국이 증여稅源의 포착에 효과적이지 못한 경우라면, 무기명채권의 발행으로 최소한 암목적 조세 상당의 증여세를 간접적으로 거두어들이는 효과를 볼 수 있다. 또, 과세당국이 세원 포착에 매우 효과적인 경우에도 무기명채권의 발행은 증여세의 직접 징수와 관련한 집행비용을 절약하게 해주는 이점을 갖는다. 이미 언급하였듯이, 4조원의 무기명채권을 매입함으로써 증여자들은 1조 2,455억원의 암목적 조세를 부담하였다. 이 정도의 증여세를 직접 징수하려면 모든 증여에 법정 최고세율을 적용한다고 가정하여도 2조 7,678억원 (= 1조 2,455억원 ÷ 45%)의 세원을 포착해야 한다. 이는 과세당국의 세원 포착 확률이 약 70% (= 2조 7,678억원 ÷ 4조원) 정도가 되어야 징수할 수 있는 금액이다. 만일 평균 증여세율이 더 낮아진다면 더 높은 세원포착 확률을 필요로 하고, 집행비용은 더욱 증가할 것이다.

이하 본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 먼저 제 2장은 현재 유통 중인 무기명채권의 현황을 개괄하고 증여세의 면제로 인한 이득의 크기를 실례를 들어 제시한다. 제 3장은 무기명채권의 매입으로 회피한 증여세를 암목적 조세의 형태로 모두 징수하는 데에 필요한 채권수익률(추후 이를 「적정이자율」이라고 명명함)의 계산방법에 대해 설명하고, 제 4장에서는 채권매입자들이 실제로 회피한 증여세와 회피하지 못한 증여세(즉, 암목적 조세)의 크기를 금액으로 추정한다. 제 5장은 제 3장

4) 무기명채권의 장점은 증여세 또는 상속세의 회피를 가능하게 하는 점인데, 증여세와 상속세는 그 세율 구조가 동일하므로, 앞으로의 분석에서는 記述의 편의상 증여세만 언급하도록 한다. 한편, 증여세와 상속세의 세율구조는 동일하지만 과세표준을 산출하는 방법은 상이하다.

및 제 4장의 결과에 근거하여 전술한 조세정책적 시사점에 대해 좀더 자세히 논의하고, 또 서론에서는 언급하지 않은 추가적인 정책적 시사점도 제시한다. 마지막으로 제 6장은 본 연구를 요약하고, 암묵적 조세와 회피된 증여세를 추정하기 위해 채택한 두 가지 가정과 이러한 가정으로 인한 추정상의 편의에 대해 논의한다.

II. 무기명채권의 발행 현황

1999년 11월 현재 유통 중인 무기명채권은 고용안정채권, 증권금융채권 및 중소기업구조조정채권 등 세 종류로서 모두 만기 5년의 장기채권이며, 이자가 연복리로 계산되어 만기에 지급되는 복리채이다. 고용안정채권은 정부가 실업자 생활자금의 대출을 위한 기금을 조성하기 위해 발행하였으며 근로복지공단을 발행주체로 하고 있다. 증권금융채권은 정부가 투자신탁회사 및 증권회사의 구조조정을 지원하기 위한 기금마련을 위해 한국증권금융주식회사 (이하 한국증권금융)를 주체로 발행한 채권

이다. 이 기금의 대부분은 한남투자신탁주식회사 (이하 한남투신)를 인수한 국민투자신탁주식회사 (이하 국민투신)을 지원하기 위해 사용되었다. 마지막으로 중소기업구조조정채권은 중소기업 및 벤처기업을 지원하고 육성하기 위한 자금을 조달할 목적으로 발행하였으며 중소기업진흥공단을 발행주체로 하고 있다. 이상의 무기명채권은 정부가 원리금에 대해 지급을 보증해주므로 투자위험은 매우 낮다. 다음 <표 1>은 무기명 채권에 관한 현황을 요약하고 있다.

무기명채권은 액면발행 되었으므로 표시이자율이 곧 만기수익률이 된다. <표 1>에서 보듯이, 무기명채권의 표시이자율(수익률)은 시장금리에 비해 상당히 낮으므로 투자대상으로는 적절하지 않다. 그러나 무기명채권의 주요한 이점은 증여세의 면제에 있으므로, 거액의 재산을 자녀 등에게 물려주고 싶은 투자자들에게는 매력적인 투자대상이 될 수 있다.⁵⁾ 사실, 무기명채권은 이러한 투자자들을 주요 고객으로 발행된 채권이다. 따라서, 거액의 증여재산을 보유한 투자자들은 수익률이 시장금리에 비해 크게 낮은 무기명채권에 투자하는 것이 증여세를 부담하더라도 수익률이 높은 실명채권에 투자하는

<표 1> 무기명채권 현황

(1999년 11월 현재)

채권	발행주체	발행규모	표시이자율	만기	발행시기	발행목적
고용안정채권	근로복지공단	1조원	7.5%	5년	98/3/30-7/29	실업자 생활자금대부
증권금융채권	한국증권금융	2조원	6.5%	5년	98/9/1-10/31	투신/증권회사 구조조정지원
중소기업 구조조정채권	중소기업 진흥공단	1조원	5.8%	5년	98/11/9-12/31	중소기업지원 벤처기업육성

자료: 매일경제신문 (1998년)

5) 이외에도 무기명채권은 "검은 돈"을 세탁할 목적으로 사용될 수도 있다. 그러나 이 경우도 자금출처조사의 면제를 통한 세금회피를 목적으로 하는 것이므로, 증여세를 회피할 목적으로 무기명채권을 매입하는 것과 결과적으로는 동일하다. 이 점을 지적해 준 이만우 교수께 감사드린다.

것보다 더 유리한 지 저울질하게 된다. 이 경우 무기명채권의 투자代案이 될 수 있는 가장 적합한 실명채권은 국민주택채권(1종)이라 할 수 있으며, 그 이유는 다음과 같다. 먼저, 국민주택채권(1종)은 부동산등기, 식품 및 숙박업소 등의 영업허가를 취득할 때에 일정액을 의무적으로 구입하여야 하는 채권인데,⁶⁾ 유통물량이 많아서 그 수익률이 채권의 기준금리 역할을 담당한다. 또, 국민주택채권은 만기가 5년인 복리채로서 무기명채권과 동일하고, 발행주체도 정부이므로 투자위험 측면에서도 무기명채권과 유사하다.

이제 무기명채권의 투자를 통한 증여세 면제의 득실을 이해하기 위해 국민주택채권과 고용안정채권의 세후수익률을 비교해 보자. 먼저, 국민주택채권의 만기가 5년이고 표시이자율은 5%이므로, 유통수익률을 R 이라고 하면 액면 ₩1당 국민주택채권의 가격은 $(1.05)^5 / (1+R)^5$ 이 된다. 따라서, ₩1에 대해 t_g 의 증여세를 납부한 후 국민주택채권을 매입하면 투자한 채권의 액면가액 총액은 $(1-t_g) \cdot (1+R)^5 / (1.05)^5$ 이 될 것이다. 만기에 이자소득에 대해 t_i 의 세율로 과세되면 세후로 다음의 금액을

수령하게 된다.⁷⁾

국민주택채권의 세후수령액 =

$$(1-t_g) \cdot \left(\frac{1+R}{1.05}\right)^5 \cdot [(1.05)^5(1-t_i) + t_i] \quad (1)$$

반면, 무기명채권인 고용안정채권에 투자하는 경우에는 증여세를 회피할 수 있으므로, ₩1 전액을 투자할 수 있고, 만기에 이자소득에 대한 세금을 납부하면 다음의 금액을 수령한다.

고용안정채권의 세후수령액 =

$$(1.075)^5 \cdot (1-t_i) + t_i \quad (2)$$

이제 식 (1)과 (2)를 이용하여 두 채권의 투자 결과를 수치를 통해 비교해 보자. 고용안정채권의 초기 발매 당시 국민주택채권의 유통수익률 R 은 15.2%이었으며, 그 당시 이자소득에 대한 분리과세율(t_i)이 주민세를 포함하여 22%이었다.⁸⁾ 식 (1)은 국민주택채권에 대한 고용안정채권의 상대적 이득이 증여세율 t_g 의 크기에 달려 있음을 보여

〈표 2〉 증여세율의 누진구조 및 평균세율

과세표준	증여세	한계세율	평균세율
1억원 미만	0 ~ 1,000만원	10%	10%
1억 ~ 5억원 미만	1,000만 ~ 9,000만원	20%	10 ~ 18%
5억 ~ 10억원 미만	9,000만 ~ 2억 4,000만원	30%	18 ~ 24%
10억 ~ 50억원 미만	2억 4,000만 ~ 18억 4,000만원	40%	24 ~ 36.8%
50억원 이상	18억 4,000만원 이상	45%	36.8 ~ 45%

6) 국민주택채권 2종은 수도권지역에서 분양되는 아파트의 입주자가 강제로 구입해야 하는 채권이다.

7) 우리 나라 채권에 대한 이자소득세는 표시이자율에 의해 계산한 이자에 대해 부과된다. 국민주택채권은 표시이자율이 5%이므로 세금은 이 표시이자율로 5년간 복리계산된 이자에 대해 부과된다.

8) 이후 이자소득세율이 인상되어서 1998년 10월 이후 발생하는 이자소득에 대해서는 24.2%의 세율이 적용되었다. 그러나, 본 연구에서는 분석의 단순화를 위해 모든 이자소득에 대해 22%의 세율이 적용된 것으로 가정한다. 이러한 단순화 가정이 분석 결과에 미치는 영향은 미미하다. 한편, 2000년 세법개정으로 인해 이자소득세율은 다시 22%가 되었고, 2001년부터는 더 낮아진 16.5%의 세율이 적용된다.

〈표 3〉 고용안정채권(무기명채권)과 국민주택채권(실명채권)의 상대적 이득

고용안정채권		국민주택채권		
세후수령액	세후수익률*	평균증여세율(t_g)	세후수령액	세후수익률*
1.3398	6.025%	10%	1.7391	11.702%
		18%	1.5845	9.642%
		24%	1.4685	7.988%
		30.7%	1.3391	6.013%
		36.8%	1.2212	4.078%
		45%	1.0628	1.225%

註: 국민주택채권의 유통수익률(R) = 15.2%; 이자소득 분리과세율(t_i) = 22% (주민세 포함)

$$* \text{세후수익률} = (\text{세후수령액})^{0.2} - 1$$

준다. 현행 세법에 따르면 증여세율은 10%에서부터 20%, 30%, 40%, 그리고 최고 45%까지 누진적으로 변한다. 이를 증여액의 크기에 대해 한계세율과 평균세율로 나타내면 다음과 같다.

고용안정채권과 국민주택채권의 상대적 이득의 크기를 비교하기 위해 도출한 식 (1)에서 증여세율 t_g 는 한계세율이 아니라 평균세율의 개념이다. 따라서, 두 채권의 실제 비교에서는 평균 증여세율을 사용하여야 한다. 아래 〈표 3〉은 무기명채권인 고용안정채권의 증여세 면제의 득실을 국민주택채권의 수익률과 비교하여 제시하고 있다.

〈표 3〉의 결과를 살펴보면, 평균 증여세율이 30.7% 이하인 투자자의 경우 고용안정채권이 증여세의 회피라는 장점에도 불구하고 국민주택채권에 비해 더 불리한 반면, 평균세율이 30.7% 이상인 투자자들에게는 더 유리함을 보여준다. 과세표

준이 18억원이라면 증여세는 5억 6,000만원이 되어 평균세율이 약 31%가 된다. 따라서, 대략 18억원 이상을 증여할 투자자들에 한하여 고용안정채권이 국민주택채권 보다 더 유리하다.

고용안정채권이 발매 초기에는 매우 낮은 수익률에도 불구하고 비교적 투자대상으로서 인기가 있었으나,⁹⁾ 이후 판매부진을 겪게 된다.¹⁰⁾ 기대와는 달리 고용안정채권의 판매가 저조한 이유에 대해 실무에서는 정부가 자금출처조사우려를 불식할 수 있는 적절한 조치를 마련하지 않은 채 서둘러 판매함으로써 투자자들이 혼란을 겪고 있기 때문이라고 판단하였으며, 투자자들의 인식이 바뀔 경우 판매가 늘어날 것으로 전망하였다.¹¹⁾ 고용안정채권의 장점은 증여세의 면제에 있으므로, 이러한 면제가 능성에 대한 투자자들의 불확실성은 고용안정채권의 가치를 저하시킬 것은 당연하다.¹²⁾ 그러나, 전

9) 3월 30일부터 발매를 시작한 고용안정채권이 발매 4일간 총 216억 9,000만원 어치 판매됐다. 발매 첫날인 30일에는 판매규모가 18억 2,000만원에 불과했으나, 이후 39억 2,000만원, 89억 2,000만원, 70억 2,000만원씩 일당 판매규모가 서서히 증가하고 있다 (매일경제 1998년 4월 3일 기사인용).

10) 고용안정채권의 판매로 1조 6천억원을 조달하여 실업기금으로 충당하기로 한 정부방침에 상당한 차질이 우려된다. 판매개시일 이후 5월 6일까지 판매된 채권은 모두 1,095억원 어치로 정부의 판매목표인 1조 6천억원의 6%에 불과하다 (매일경제 1998년 5월 7일 기사 인용).

11) 매일경제 1998년 5월 7일 기사 참조.

술하였듯이 고용안정채권은 증여액의 크기가 최소 18억원 이상 (평균증여세율이 약 31% 이상)이 되어야 국민주택채권 보다 더 유리한 투자수단이 되는데, 이 정도 규모의 재산을 증여하고자 하는 투자자들이 그리 많지 않다면 이들의 채권수요가 발매 초기에 이미 소진되어서 이후의 채권판매가 부진하였을 가능성도 있다. 이러한 가능성은 1998년 11월에 마지막으로 발행된 무기명채권인 중소기업구조조정채권이 시장에서 소화되는 데에 큰 어려움이 없었던 사실로도 뒷받침된다. 중소기업구조조정채권은 표시이자율이 5.8%로서 무기명채권 중 표시이자율이 가장 낮았다. 반면, 중소기업구조조정채권은 발행될 당시 국민주택채권의 유통수익률이 8.7%로 하락하였기 때문에 아래 <표 4>가 보여주듯이 평균증여세율이 13.2%인 투자자들에게도 유리하였다.

과세표준이 1억 4,700만원이라면 증여세는 1,940만원이 되어 평균세율이 약 13.2%가 된다. 따라서, 1억 4,700만원 이상을 증여할 투자자의 경우

에는 무기명채권이 국민주택채권 보다 더 유리하였다. 이 정도의 재산을 증여할 투자자들은 비교적 많을 것으로 예상되므로, 중소기업구조조정채권이 소화되는 데에 큰 어려움이 없었던 배경이라고 볼 수 있다.¹³⁾ 1999년에 들어서는 시장금리가 더욱 하락하고 부유층의 변칙 증여나 상속에 대한 정부의 강력한 제재 방침의 천명으로 무기명채권의 가격은 크게 상승하고 수익률은 하락하는 현상을 보이게 된다.

III. 무기명채권의 적정이자율

무기명채권을 통한 受贈額과 실명채권을 통한 수증액이 일치되도록 무기명채권의 표시이자율을 결정한다면, 수증자는 무기명채권과 실명채권 간에 무차별적이 되고, 결과적으로 증여세 전액을 암묵적 조세의 형태로 납부하게 되는 효과를 가져온다. 이러한 이자율을 무기명채권의 「적정이자율」이라

<표 4> 중소기업구조조정채권과 국민주택채권의 상대적 이득

중소기업구조조정채권		국민주택채권		
세후수령액*	세후수익률	평균증여세율(t_g)	세후수령액	세후수익률
1.2540	4.6309%	10%	1.3008	5.400%
		13.2	1.2545	4.639
		18	1.1851	3.456

註: 중소기업구조조정채권의 세후수령액 = $(1.058)^5 \times (1 - 0.22) + 0.22$

국민주택채권 유통수익률(R) = 8.7%; 이자소득 분리과세율(t_i) = 22% (주민세 포함)

- 12) 이러한 제도상의 불확실성은 투자자로 하여금 risk premium을 요구하게 하여 시장마찰(market friction)로서 작용한다. Shackelford(1991)는 ESOP 대출이자수익에 대한 세금우대와 관련하여 대출자산에 암묵적 조세가 불안정하게 발생함을 관찰하였고, 세율변화 및 세법개정 가능성으로 인한 미래 불확실성과 이로 인한 risk premium의 요구를 하나의 이유로 제시하고 있다.
- 13) 고용안정채권의 경우도 1998년 7월 29일까지에 걸쳐서 판매되었는데, 7월 들어서면서 일일매출액이 200억원을 상회하고 마감일에는 1,352억원이 판매되는 신기록이 수립되는 등 판매가 호조를 이루었다. 이러한 판매호조가 투자자들의 증여세 면제에 대한 불확실성 해소에도 기인한다고 볼 수 있지만, 그 동안 시장이자율이 하락하여서 고용안정채권의 경쟁력이 높아진 이유가 더 클 것이다. 실제로 국민주택채권의 유통수익률은 7월 들어 12%대로 하락하였다.

고 명명하고, 이를 구하여 보자. 재산을 자녀 등의 수증자에게 증여하고자 하는 사람은 무기명채권을 매입하여 해당 수증자에게 증여함으로써 증여세를 회피하고, 수증자는 만기에 채권 원금과 이자를 획득할 수 있다. 무기명채권의 표시이자율을 R_a 라고 하자. 만기 n 년, 액면 ₩1인 무기명채권을 보유한 후 만기에 이자소득에 대해 t_i 의 세율로 과세되면, 수증자는 세후로 다음 금액을 수령하게 된다.

$$\text{무기명채권을 통한 수증액} = (1 + R_a)^n \cdot (1 - t_i) + t_i \quad (3)$$

제 2절에서 이미 언급하였듯이, 무기명채권을 통한 증여방법의 代案은 증여세를 부담한 후의 증여액을 실명채권에 투자하는 것이다.¹⁴⁾ 무기명채권과 同級의 위험을 갖는 실명채권의 표시이자율을 R_c 라고 하고, 유통수익률은 R 이라 하자. 증여세율을 t_g 라 하면, 1원의 증여액에 대해 $(1 - t_g)$ 원을 실명채권에 투자할 수 있다. 이 실명채권을 n 년간 보유한 후 t_i 의 이자소득세를 납부하는 수증자는 다음의 금액을 수령하게 된다.

$$\begin{aligned} \text{실명채권을 통한 수증액} &= (1 - t_g) \cdot \left(\frac{1 + R}{1 + R_c} \right)^n \cdot [(1 + R_c)^n (1 - t_i) + t_i] \\ &= (1 - t_g) \cdot \left[(1 + R)^n (1 - t_i) + \left(\frac{1 + R}{1 + R_c} \right)^n \cdot t_i \right] \end{aligned} \quad (4)$$

정의에 의해 무기명채권의 적정이자율은 식 (3)과 (4)를 일치시켜주는 이자율이다. 이 두 식을 동일하

게 놓은 후 R_a 에 관하여 정리하면 다음과 같다.

$$R_a = \left[(1 + R)^n \cdot (1 - t_g) + \left\{ (1 - t_g) \cdot \left(\frac{1 + R}{1 + R_c} \right)^n - 1 \right\} \cdot \frac{t_i}{(1 - t_i)} \right]^{\frac{1}{n}} - 1 \quad (5)$$

이제 식 (5)를 이용하여 1998년 중 제일 먼저 발행된 무기명채권인 고용안정채권의 적정 이자율을 계산해 보자. 전술한 대로, 채권의 위험 및 만기의 측면에서 고용안정채권과 가장 近似한 채권이 국민주택채권(1종)이므로, 이의 유통수익률을 R 로 간주한다. 고용안정채권의 최초 발매일인 1998년 3월 30일의 국민주택채권 1종의 유통수익률이 15.2%이었으므로, $R = 0.152$ 이다. 또, 1998년 당시 이자소득 분리과세율이 22%이므로, $t_i = 0.22$ 가 되고, 채권의 만기는 5년이므로 $n = 5$ 이다. 이러한 수치에 따라 고용안정채권의 적정이자율을 증여세율 별로 계산해 보면 다음 <표 5>와 같다.

<표 5>는 증여세율이 높을수록 고용안정채권의 적정이자율이 낮아짐을 보여준다. 즉, 고용안정채권에 투자하여 증여세를 회피한 투자자가 암묵적으로 이 증여세를 모두 납부하도록 만드는 채권수익률은 증여세율이 높을수록 낮아진다. 이는 증여세율이 높을수록 회피된 증여세가 많아지고, 이를 암묵적 조세의 형태로 징수하려면 채권수익률은 더 낮아져야 하기 때문이다. <표 5>에 따르면, 증여세율이 10%인 투자자는 고용안정채권의 수익률이 14.26%이면 회피한 증여세 전부를 암묵적 조세의 형태로 납부하게 되는 반면, 증여세율이 36.8%인

14) 여기서 증여자는 재산을 자녀에게 증여하지 않고 자신의 이름으로 투자한 후 만기에 가서 원금과 이자를 자녀에게 증여할 수도 있을 것이다. 만일 이자소득세율과 증여세율의 구조가 비례적(proportional)이라면, 질세측면에서 볼 때 증여 후 투자하는 案과 투자 후 증여하는 案이 무차별적이다. 그러나, 세율 구조가 누진적(progressive)이라면 증여 후 투자하는 것이 더 유리하다. 따라서, 본 연구에서는 증여 후 투자하는 案만을 분석한다. 이에 관한 자세한 내용은 부록을 참조하라.

〈표 5〉 고용안정채권의 적정이자율

t_g (평균증여세율)	R_a (고용안정채권의 적정이자율)	암묵적 조세 ($R-R_a$)
10.0%	14.260%	0.940%
18.0	11.834	3.366
24.0	9.866	5.335
30.7	7.5 (실제 표시이자율)	7.7
36.8	5.120	10.080
45.0	1.560	13.640

註: 국민주택채권 유통수익률 (R) = 15.2% (1998년 3월 30일)¹⁵⁾

이자소득 분리과세율 (t_i) = 22%; 채권 만기 (n) = 5년

〈표 6〉 만기의 변화에 따른 고용안정채권의 적정이자율의 변화 (I)

n	2년	3년	4년	5년
R_a	4.143%	8.493%	10.618%	11.834%

註: $R = 15.2\%$, $t_i = 22\%$, $t_x = 18\%$

투자자는 채권수익률이 5.12%이면 회피한 증여세를 모두 암묵적으로 납부하게 된다. 실제로는 고용안정채권이 7.5%의 만기수익률로 발행되었으므로, 평균증여세율이 30.7%인 투자자만 회피한 증여세를 모두 납부하는 셈이 된다 (〈표 5〉에서 굵은 글씨체로 표시한 줄을 참조). 이는 제 2절에서 이미 보았듯이 증여세율이 30.7%인 투자자에게는 고용안정채권과 국민주택채권이 무차별적임을 의미하는 것이기도 하다. 이제 채권의 만기가 변하면 적정이자율 R_a 는 어떻게 변하는지 간단한 수치분석을 통하여 살펴보자. 먼저 증여세율이 18%인 경우에 대한 결과는 다음과 같다.

〈표 6〉에 의하면 만기가 줄어들수록 고용안정채권의 적정이자율은 하락한다. 그 이유는 다음과 같

다. 적정이자율은 무기명채권과 실명채권의 만기세후수령액을 같게 해주는 무기명채권의 수익률이므로, t_g 의 증여세만큼 투자원금이 더 적은 실명채권의 수익률(R)은 무기명채권의 적정이자율(R_a)보다 높아야 한다. 이러한 실명채권의 초과수익률(즉, $R - R_a$)이 만기(n)에 걸쳐서 발생시키는 복리이자(즉, 증여세만큼의 과소투자)로 인한 손실을 만회하는 것이다. 따라서 만기가 길수록(즉, 복리계산기간이 길수록), 실명채권의 초과수익률이 발생시키는 이자는 더 많아지고 과소투자로 인한 손실을 더 효과적으로 만회할 수 있게 된다. 이는 곧 만기가 길수록 실명채권의 초과수익률은 감소하며, 무기명채권의 적정이자율은 실명채권의 수익률에 근접함을 의미한다. 극단적으로 채권의 만기가 무

15) 이 유통수익률은 최소 1998년 4월 30일까지 지속되었음.

한대라면 적정이자율은 실명채권의 수익률과 같아진다. 반대로, 만기가 짧아질수록 복리계산기간이 단축되므로 과소투자의 손실을 회복하는 데에 필요한 실명채권의 초과수익률은 커져야 한다. 이는 곧 무기명채권의 적정이자율이 실명채권의 수익률에 비해 더 작아져야 함을 의미한다.

한편, <표 6>에서 만기 1년의 무기명채권에 대해서는 적정이자율을 구하지 않았는데, 그 이유는 채권의 만기가 1년이면 적정이자율이 음(-)이 되기 때문이다. 현행 세법은 음의 이자소득, 즉 투자손실에 대해 세금환급(tax rebate)을 해주지 않으므로, 식 (5)를 이용하여 음의 적정이자율을 구할 수는 없다. 이는 다음 등식으로부터 구해야 한다.

$$(1 + R_a)^n = (1 - t_g) \cdot \left[(1 + R)^n(1 - t_i) + \left(\frac{1 + R}{1 + R_c} \right)^n \cdot t_i \right] \quad (6)$$

식 (6)의 왼편은 음의 수익률을 갖는 무기명채권의 만기수령액으로서 양(+)의 수익률을 갖는 무기명채권의 만기수령액인 식 (3)과 다른 점은 세금효과가 배제되어 있다는 사실이다. 식 (6)으로부터 음의 적정이자율을 구하면

$$R_a = (1 + R) \cdot \left[(1 - t_g)(1 - t_i) + \frac{t_i}{(1 + R_c)^n} \right]^{-1/n} - 1 \quad (7)$$

<표 6>에서 만기가 1년인 고용안정채권의 적정이자율을 식 (7)에 의해 계산하면 -6.526%가 된다. 이는 증여세율이 18%인 투자자는 만기가 1년인 무기명채권의 수익률이 비록 음이더라도, 그 절대값의 크기가 6.526% 보다 작다면 국민주택채권 보다는 무기명채권을 선호하게 됨을 의미한다. 또, 이러한 결과는 서론에서 인용하였듯이 무기명채권의 만기가 가까워지면 국내 채권시장 역사상 처음으로 마이너스 수익률까지 나올 것이라는 실무에서의 예측과도 일치한다.

<표 6>은 증여세율이 18%인 투자자에 대한 적정이자율을 계산한 것인데, 만일 증여세율이 더 높은 투자자의 경우라면 무기명채권의 만기가 짧아질수록 적정이자율이 하락하는 속도는 더 빠를 것이다. 이러한 사실은 아래 <표 7>에서 확인된다.

<표 7>은 증여세율이 24%인 투자자의 경우 무기명채권의 만기가 2년 이하라면 음의 수익률을 감수하고도 무기명채권을 선호하나, 증여세율이 36.8%인 투자자는 만기가 3년 이하인 경우에도 음의 수익률을 감수한다. 이는 증여세율이 18%인 투자자가 무기명채권의 만기가 1년 이하인 경우에만 음의 수익률을 감수하는 사실과 대조된다 (<표 6> 참조).

이상에서는 고용안정채권에 대한 적정이자율을 계산하였으므로 이제 나머지 두 종류의 무기명채권에 대한 적정이자율도 계산해 보자. <표 8>과 <표 9>는 고용안정채권 이후에 발행된 증권금융채권 및 중소기업구조조정채권에 대한 적정이자율을 각

<표 7> 만기의 변화에 따른 고용안정채권의 적정이자율의 변화 (II)

		만기	1년	2년	3년	4년	5년
R_a	$t_g = 24\%$		-13.365%	-0.603%	5.161%	8.130%	9.866%
	$t_g = 36.8\%$		-27.956%	-9.359%	-2.136%	2.162%	5.120%

註: $R = 15.2\%$, $t_i = 22\%$

〈표 8〉 증권금융채권의 적정이자율

t_g (평균증여세율)	R_a (증권금융채권의 적정이자율)	암묵적 조세 ($R-R_a$)
10.0%	9.959%	1.491%
18.0	7.558	3.892
21.3	6.5 (실제 표시이자율)	4.95
24.0	5.606	5.844
36.8	0.881	10.569
45.0	- 2.070	13.520

註: 국민주택채권 유통수익률(R) = 11.45% (1998년 9월 1일)

이자소득 분리과세율(t_i) = 22%; 채권 만기(n) = 5년

〈표 9〉 중소기업구조조정채권의 적정이자율

t_g (평균증여세율)	R_a (중소기업구조조정채권의 적정이자율)	암묵적 조세 ($R-R_a$)
10.0%	6.740%	1.960%
13.2	5.8 (실제 표시이자율)	2.9
18.0	4.352	4.348
24.0	2.405	6.295
36.8	- 1.795	10.495
45.0	- 4.487	13.187

註: 국민주택채권 유통수익률(R) = 8.7% (1998년 11월 9일)

이자소득 분리과세율(t_i) = 22%; 채권 만기(n) = 5년

각 보여준다.

살펴보았다. 실제 무기명채권의 표시이자율이 「적정 이자율」을 초과한다면, 이는 해당 투자자들이 증여세의 일부를 성공적으로 회피한 것을 의미한다. 이렇게 회피된 증여세를 금액으로 나타내면,

IV. 회피된 증여세 및 회피되지 못한 증여세(암묵적 조세)의 추정

제 3절은 무기명채권의 「적정이자율」, 즉 무기명채권을 통해 투자자들이 회피한 증여세 전액을 암묵적 조세의 형태로 납부하도록 만드는 이자율을

$$\text{회피된 증여세} = \begin{matrix} \text{무기명채권의} \\ \text{만기 세후수령액} \end{matrix} \times \begin{matrix} \text{「적정이자율」로} \\ \text{- 계산된 만기 세후} \\ \text{수령액} \end{matrix}$$

한편, 무기명채권 투자자들은 채권매입시점의 시장이자율 (즉, 국민주택채권의 수익률)을 포기하고

무기명채권의 낮은 수익률을 선택함으로써 암묵적 조세를 부담한다. 이러한 암묵적 조세를 금액으로 표시하면,

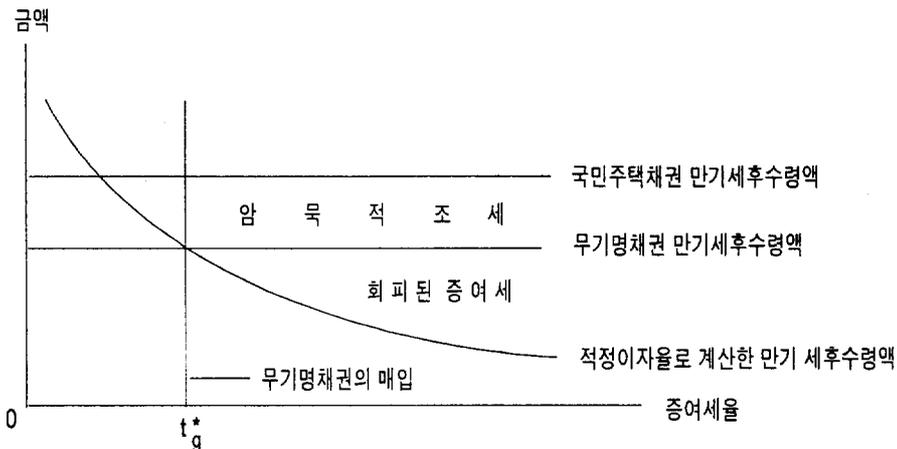
$$\text{암묵적 조세} = \frac{\text{국민주택채권의 만기 세후수령액}}{\text{무기명채권의 만기 세후수령액}}$$

이러한 암묵적 조세 및 회피된 증여세를 개념적으로 나타내면 다음 <그림 1>과 같다. 먼저 제 3절에서 보았듯이, 무기명채권의 적정이자율은 증여세율이 증가할수록 낮아지는데 채권수익률은 증여세율과 상관없이 고정되어 있으므로 증여세율이 커질수록 회피된 증여세도 커진다. 이는 채권에 대한 가격차별화(price discrimination), 즉 이자율의 차별적 적용이 가능하지 않은 한, 회피된 증여세 전액을 암묵적 조세의 형태로 징수할 수 없음을 의미한다. 따라서, 회피된 증여세는 마치 가격이론에서의 소비자 잉여(consumer surplus)의 개념과 매우 흡사하다. 반면, 암묵적 조세는 증여세율과 무관하게 고정된 금액이다.

한편, <그림 1>에서 t_g^* 는 무기명채권을 매입할 유인을 갖는 투자자들 중 최저 증여세율을 나타낸다. 즉, 증여세율이 t_g^* 보다 낮은 투자자들은 증여세를 납부하고 획득할 수 있는 만기 세후수령액(즉, 적정이자율로 계산한 만기 세후수령액)이 무기명채권의 만기 세후수령액보다 더 크므로, 구태여 무기명채권에 투자할 유인을 갖지 않는다. 본 절에서는 이러한 회피된 증여세 및 암묵적 조세의 실제 크기를 추정해 보고자 한다. 먼저, 고용안정채권을 통해 회피된 증여세의 크기부터 추정해 보면 <표 10>과 같다.

증여세율이 30.7% 이하인 투자자들은 고용안정채권의 수익률(7.5%)이 적정이자율 보다 낮으므로 이들은 채권을 매입하지 않았을 것이다 (<표 5> 참조). 따라서, 증여세율이 30.7%를 초과하는 투자자들만이 고용안정채권의 매입을 통해 증여세를 회피하였을 것이다 (즉, $t_g^* = 30.7\%$). <표 10>은 고용안정채권 1원 당 최대 0.277원의 증여세가 회피되었음을 보여준다 (최고 증여세율인 45%의 경우에 해당). 실제로 회피된 증여세의 규모를 추정하기 위해서는 고용안정채권을 매입한 모든 투자

<그림 1> 암묵적 조세 및 회피된 증여세의 개념도



〈표 10〉 고용안정채권을 통해 회피된 증여세

t_g (평균증여세율)	R_a (고용안정채권의 적정이자율)	₩1의 채권금액에 대해 회피된 증여세*
10.0%	14.260%	-
18.0	11.834	-
24.0	9.866	-
30.7	7.5	0
36.8	5.120	0.1186
37.85	4.691	0.1389
45.0	1.560	0.2770

주: * $1.3398 - [(1 + \text{적정이자율})^5 \cdot (1 - 0.22) + 0.22]$

자들의 개별 증여세율과 채권매입금액을 알아야 한다. 그러나 그러한 실제 정보는 입수 불가능하므로, 본 연구에서는 대략의 추정을 위해 37.85%의 증여세율을 사용할 것이다. 이 증여세율은 고용안정채권을 매입할 유인이 있는 투자자들에게 적용되는 최저의 증여세율인 30.7%와 최고 증여세율 45%의 평균값이다.¹⁶⁾ 증여세율이 37.85%인 경우 고용안정채권 1원 당 0.1389원의 증여세가 회피되고, 채권의 발행규모가 1조원이므로 (〈표 1〉 참조), 회피된 증여세의 전체 규모는 약 1,389억 원 가량으로 추정할 수 있다.

그러면 암묵적 조세의 형태로 부담하게 된 세금, 즉 투자자들이 회피하지 못한 증여세의 크기는 얼마나 될까? 이는 국민주택채권으로 투자했을 경우 15.2%의 수익률을 획득할 수 있었으나 무기명채권에 투자함으로써 7.5%의 수익률만 얻게 되어 입은 손실에 해당한다. 이를 채권 발행자 입장에서 보면, 15.2%로 발행해야 할 채권을 7.5%로 발행

함으로써 절약한 자본비용이다. 이러한 암묵적 조세의 크기를 계산해 보면 다음과 같다. 먼저, 수익률 15.2%로 채권을 매입하면 만기에 이자소득세 후 수령액이 1.9323원이 된다.¹⁷⁾ 투자자는 이 금액을 포기하고 증여세를 회피하기 위해 7.5%로 발행된 채권에 투자하여 세후로 1.3398원을 수령하였으므로 (〈표 3〉 참조), 그 차이인 0.5925원 만큼의 암묵적 조세를 부담한 것이 된다. 따라서, 전체 발행규모 1조원에 대한 암묵적 조세는 약 5,925억원 가량으로 추정해 볼 수 있다. 이 금액은 채권발행 주체인 근로복지공단에게 귀속됨은 물론이다.

다음으로 증권금융채권에 관하여 회피된 증여세와 암묵적 조세의 크기를 분석해 보자. 먼저 〈표 11〉은 회피된 증여세의 크기를 증여세율별로 보여 주고 있다.

〈표 11〉에 근거하여 증권금융채권을 통해 실제로 회피된 증여세의 규모를 추정해 보자. 증권금융채권

16) 평균증여세율이 37.85%인 투자자에 해당하는 증여액의 크기는 약 57억 3천만원이다.

17) 이 금액은 다음 계산에 의해 구한 것이다: $\left(\frac{1.152}{1.05}\right)^5 \cdot [(1.05)^5 (1 - 0.22) + 0.22]$.

〈표 11〉 증권금융채권을 통해 회피된 증여세

t_g (평균증여세율)	R_g (증권금융채권의 적정이자율)	₩1의 채권금액에 대해 회피된 증여세*
10.0%	9.959%	-
18.0	7.558	-
21.3	6.5	0
24.0	5.606	0.0441
33.15	2.319	0.1939
36.8	0.881	0.2537
45.0	- 2.070	0.3880

주: $*(1.065)^5 \cdot [(1-0.22) + 0.22] - [(1 + \text{적정이자율})^5 \cdot (1-0.22) + 0.22]$

은 총 2조원의 발행물량 가운데 8,000억원 정도가 개인들에 의해 인수되었고, 나머지 1조 2,000억원은 기관투자자들이 인수하였다.¹⁸⁾ 먼저, 증여세를 회피할 목적으로 채권을 매입한 개인투자자들의 경우를 생각해 보자. 추정을 위해 증권금융채권을 매입한 개인투자자들의 증여세율을 평균적으로 33.15%라고 가정한다.¹⁹⁾ 이는 **同** 채권을 매입할 유인이 있는 투자자들의 최저세율인 21.3%와 최고세율인 45%의 평균값이다. 증여세율이 33.15%인 경우 채권 1원 당 회피한 증여세가 0.1939원이므로, 증권금융채권을 통해 회피된 전체 증여세의 규모는 약 1,551억원 (= 8,000억원 × 0.1939)에 달하는 셈이다.

한편, 회피하지 못한 증여세, 즉 투자자들이 부담한 암묵적 조세는 채권 1원 당 0.3489원이 된다. 이는 국민주택채권으로 투자했을 경우 11.45%의 수익률을 획득할 수 있었음에도 무기명채권에 투자함으로써 6.5%의 수익률을 감수함으로써 입게 된

손실이다.²⁰⁾ 따라서, 증권금융채권의 전체 발행규모에 대한 암묵적 조세는 약 2,791억원 (= 8,000억원 × 0.3489) 가량으로 추정할 수 있다. 이 금액은 채권발행 주체인 한국증권금융에 귀속된다.

그러면, 기관투자자들이 인수한 1조 2,000억원의 증권금융채권은 어떠한가? 기관투자자들은 증여와는 무관한 투자자이므로, 이들이 채권을 만기까지 보유한다면 증여세 회피의 혜택을 누릴 수는 없다. 그러나 서론에서 인용한 기사의 내용을 살펴보면 기관투자자들이 인수한 채권의 대부분은 개인투자자들에게 매도된 것을 알 수 있다. 그것도 발행당시의 수익률인 6.5%보다 더 낮은 3%의 수익률로 매도되었다. 이렇게 매도된 증권금융채권을 통해 개인투자자들이 회피한 증여세 및 부담한 암묵적 조세의 크기는 얼마일까? 먼저, 이러한 개인투자자들이 부담한 암묵적 조세부터 고려해 보자. 증권금융채권이 기관으로부터 개인투자자들에게 양도된 시기인

18) 서론에서 인용한 기사 참조.

19) 증여액의 크기가 23억원 정도면 평균증여세율이 33%에 달한다.

20) 국민주택채권에 11.45%의 수익률로 투자하면 만기에 이자소득에 대한 세금공제 후 수령액은 1.6376원 (= $(\frac{1.1145}{1.05})^5 \cdot [(1.05)^5 (1-0.22) + 0.22]$)이고, 반면 증권금융채권에 투자한 경우의 만기 세후 수령액은 1.2887원(= $(1.065)^5 \times (1-0.22) + 0.22$)이다. 이 두 금액의 차이인 0.3489원이 곧 암묵적 조세의 크기이다

1999년 10월의 국민주택채권 유통수익률은 9.3%이었다. 따라서, 개인투자자들이 부담한 암묵적 조세는 이 유통수익률과 증권금융채권수익률과의 차이인 6.3%(= 9.3% - 3%)가 된다. 그러나 채권 발행 당시와는 달리 이 암묵적 조세는 더 이상 채권 발행주체인 한국증권금융에 귀속하지 않고 채권을 매도한 기관투자자들에게 귀속된다. 뿐만 아니라, 암묵적 조세 전부가 기관투자자들에게 귀속되는 것도 아니다. 전체 암묵적 조세인 6.3% 가운데 기관투자자들에게 귀속되는 부분은 기관이 채권을 매입한 시점의 수익률과 매도시점의 수익률간의 차이인 3.5%(= 6.5% - 3%)에 불과하다. 그러면, 나머지 암묵적 조세 2.8%(= 9.3% - 6.5%)는 어디에 귀속되는 것일까? 사실 나머지 암묵적 조세는 경제 내에 귀속처가 없이 사회적으로 낭비된다. 그 이유는 개인투자자들이 9.3%의 수익을 포기하고 3%의 수익을 선택하였으나, 이러한 수익률의 차이를 활용하여 채권을 발행한 기관이 없기 때문이다. 결과적으로 개인투자자들이 부담한 암묵적 조세 중 기관투자자들에게 귀속된 부분만 내생화되고, 나머지는 개인투자자들의 기회비용으로서의 사회적 낭비(social dead-weight loss)가 된다.

이제 기관투자자들로부터 증권금융채권을 매입한 개인투자자들이 부담한 암묵적 조세의 크기를 추산해 보자. 여기서 사회적으로 낭비된 암묵적 조세는 추정하지 않고 기관투자자들에게 귀속된 암묵적 조세만을 추정할 것이다. 먼저 분석의 단순화를 위해 개인투자자들은 1조 2,000천억원의 증권금융채권 전부를 발행 1년 후 인수하였다고 가정한다. 개인

투자자들은 기관투자자들로부터 3%의 수익률로 채권을 인수하였고 만기까지 4년이 남았으므로, 채권의 인수가격은 액면 1원 당 세전으로(1.065⁵/1.03⁴)원이 된다. 그러나 채권의 매매가 이루어질 때에는, 매도자의 보유기간에 해당하는 발생이자에 세금을 원천징수하므로 채권의 세후가격은 세전가격에서 이자소득세를 차감한 금액이 된다.²¹⁾ 기관투자자는 증권금융채권을 1년간 보유하였다가 양도하였으므로, 1년 이자소득인 0.065원에 대한 22%의 세금을 부담하여야 하고 해당 세액만큼 채권의 가격은 낮아진다. 따라서, 채권의 세후가격은 액면 1원 당{[(1.065⁵/1.03⁴)-(0.065×0.22)]}원이 된다. 따라서, 1원을 이러한 가격으로 채권에 투자한 후 만기에 수령할 수 있는 세후금액은 다음과 같다.

$$\frac{1.03^4 \times [1.065^5 \times (1 - 0.22) + 0.22]}{1.065^5 - 0.065 \times 0.22 \times 1.03^4} = 1.0712$$

한편, 개인투자자들이 증권금융채권을 발행당시의 수익률인 6.5%로 매입할 수 있었다면, 만기에 이자소득세 공제 후 수령할 수 있는 금액은(1.064⁴×(1-0.22)+0.22)=1.2234원이 되었을 것이다. 이 금액과 3% 수익률로 매입한 경우의 만기 세후수령액 간의 차이인 0.1522(=1.2234 - 1.0712)원이 개인투자자들이 추가적으로 부담한 암묵적 조세가 된다. 기관투자자들이 개인투자자들에게 양도한 증권금융채권의 전체 규모가 1조 2,000억원이므로,

21) 이를 좀더 구체적으로 설명하기 위해, A가 만기 1년인 복리채를 3개월간 보유하였다가 B에게 팔았고, B는 만기일까지 9개월 동안 보유하여 만기 상황을 받았다고 하자. 그러면, A가 B에게 판 채권은 A에게 귀속하는 3개월 이자소득에 대한 세금만큼 낮아진 가격에 양도된다. 이는 마치 A가 자신이 부담할 세금을 B에게 예치하는 것과 같다. 또 한편으로 보면, B는 국세청을 대신하여 A에 대해 원천징수를 하는 셈이 되므로 이를 A에 대한 의제 원천징수라고 한다. B가 만기일에 이자를 수령할 때에는 전체 이자에 대한 세금을 원천징수 당하지만, B가 실제로 부담하는 세금은 자신의 채권 보유기간인 9개월 이자에 대한 세금뿐이다.

상기한 추가적 암묵적 조세의 크기는 약 1,826억원 (= 1조 2,000억원×0.1522) 가량이 된다. 즉, 이 정도의 이득이 암묵적 조세의 형태로 기관투자자들에게 귀속된 것이다.

그러면, 기관투자자들로부터 채권을 인수한 개인 투자자들은 얼마의 증여세를 회피한 것일까? 여기서 회피된 증여세는 이러한 개인투자자들에 적용되는 채권의 적정이자율과 실제 수익률 3%와의 차이이다. 먼저, 증권금융채권이 개인투자자들에게 양도된 시기인 1999년 10월의 국민주택채권 유통수익률이 평균적으로 9.3% 정도이므로, 증권금융채권을 3%의 수익률로 매입할 유인이 있는 투자자들의 최저 증여세율은 19.95%이다.²²⁾ 따라서, 이러한 투자자들이 회피한 증여세를 추정하기 위해 최고세율 45%와 최저세율 19.95%의 평균인 32.5%를 증여세율로 사용하고자 한다. 증여세율이 32.5%인 투자자는 적정이자율이 -1.91%이다 (식 (7) 참조). 이러한 수익률로 4년간 투자할 경우 만기수령액은 1원 당 0.9258원이 되므로, 3% 수익률로 투자한 경우의 만

기 세후수령액인 1.0712원과의 차이는 회피된 증여세에 해당한다. 즉, 1원 당 0.1454원(=1.0712 - 0.9258)의 증여세가 회피되었고, 전체 규모는 1,745억원(=1조 2,000천억 × 0.1454)에 달하는 것으로 추정된다.

결과적으로, 증권금융채권을 통하여 회피된 총 증여세는 발행시점에서 소화된 채권에 대한 1,551억원과 1년 후 소화된 채권에 해당하는 1,745억원의 합인 3,296억원이다. 그리고 개인투자자들이 부담한 총 암묵적 조세, 즉 회피하지 못한 증여세의 총액은 발행시점 및 1년 후에 소화된 채권에 대한 것을 합한 4,617억원(=2,791억 + 1,826억)에 달한다.

이제 마지막으로, 중소기업구조조정채권에 관하여 회피된 증여세와 회피되지 못한 증여세의 크기를 추정해 보자. <표 12>는 중소기업구조조정채권에 투자된 1원 당 회피된 증여세를 증여세율에 따라 나타내고 있다.

회피된 전체 증여세액을 추산하기 위해 채권을 매

<표 12> 중소기업구조조정채권의 적정이자율

t_g (평균증여세율)	R_a (중소기업구조조정채권의 적정이자율)	₩1의 채권금액에 대해 회피된 증여세*
10.0%	6.740%	-
13.2	5.8 (실제 표시이자율)	0
18.0	4.352	0.0689
24.0	2.405	0.1556
29.1	0.626	0.2293
36.8	- 1.795	0.3406
45.0	- 4.487	0.4591

註: * $(1.058)^5 \cdot [(1-0.22)+0.22] - [(1+적정이자율)^5 \cdot (1-0.22)+0.22]$

22) 식 (5)를 이용하면 무기명채권의 적정이자율이 3%가 되게 하는 증여세율을 구할 수 있다.

〈표 13〉 회피된 증여세와 암목적 조세 요약

단위: 억원

		회피된 증여세	회피하지 못한 증여세 (암목적 조세)	암목적 조세의 귀속처
고용안정채권		1,389	5,925	근로복지공단
증권금융채권	발행시점 소화분	1,551	2,791	한국증권금융
	1년 후 소화분	1,745	1,826	기관투자자
중소기업구조조정채권		2,293	1,913	중소기업진흥공단
총계		6,978	12,455	

입할 유인이 있는 투자자들의 최저 증여세율 13.2%와 최고세율인 45%의 평균값인 29.1%를 사용한다. 이러한 증여세율을 갖는 투자자가 회피한 증여세는 1원 당 0.2293원이고 채권발행규모가 1조원이므로, 회피된 증여세의 전체규모는 2,293억원에 달한다. 반면, 회피하지 못한 증여세 (즉, 암목적 조세)의 크기는 채권 1원 당 0.1913원으로 추정된다. 이는 국민주택채권으로 투자했을 경우 8.7%의 수익률을 획득할 수 있었음에도 무기명채권에 투자함으로써 5.8%의 수익률을 감수하여 입게 된 손실이다.²³⁾ 따라서, 중소기업구조조정채권의 전체 발행 규모에 대한 암목적 조세는 약 1,913억원 (= 1조원 × 0.1913) 가량으로 추정할 수 있다. 이 금액은 채권발행 주체인 중소기업진흥공단에 귀속된다. 이제까지 분석한 세 종류의 무기명채권에 대해 회피된 증여세와 암목적 조세의 크기를 요약하면 〈표 13〉과 같다.

V. 조세정책적 시사점

以上的 분석은 무기명채권과 관련하여 많은 조세정책적 시사점을 제공한다. 먼저, 무기명채권의 발행은 증여세의 부담을 채권의 암목적 조세 부담으로 낮추는 결과를 초래한다. 〈표 13〉을 보면, 무기명채권의 매입자들은 총체적으로 1조 2,455억원의 암목적 조세를 부담하였다. 이는 채권의 전체 발행 규모인 4조원의 31.14%에 해당한다. 즉, 채권매입자들은 4조원의 증여금액에 대해 31.14%의 세금을 암목적 조세로 부담한 셈이고, 이러한 세율은 최고 증여세율인 45%보다 현저하게 낮다. 이러한 사실은 누진적으로 되어 있는 세율구조를 “납작하게” 되도록 함으로써 조세형평성을 저해한다. 한 가지 흥미로운 점은 이러한 결과가 마치 高率의 명시적 조세를 부담하는 납세자가 조세차익거래 (cliente-based tax arbitrage)를 이용하여 低率의 암목적 조세를 부담하는 것과 흡사하다는 것

23) 국민주택채권에 8.7%의 수익률로 투자하면 만기에 이자소득에 대한 세금 공제 후 수령액은 1.4453원 (= $(\frac{1.087}{1.05})^5 \cdot ((1.05)^5 (1-0.22) + 0.22)$)이고, 반면 중소기업구조조정채권에 투자한 경우의 만기 세후 수령액은 1.2540원 (= $(1.038)^5 \times (1-0.22) + 0.22$)이다. 이 두 금액의 차이인 0.1913이 곧 암목적 조세의 크기이다

이다. 高세율 납세자를 위한 조세차익거래는 과세 혜택이 없는 자산을 매도하고 (short position) 과세혜택으로 암묵적 조세를 부담하는 자산을 매수하는 (long position) 전략을 수반하므로, 高세율 증여자가 무기명채권을 매수하는 전략은 조세차익 거래와 유사하다. 다만, 이 경우 과세혜택이 없는 자산을 매도하는 전략이 빠져 있다는 점에서 조세차익거래와 차이가 난다.²⁴⁾

무기명채권의 발행이 증여세율의 누진구조를 약화시킨다는 사실은 이러한 채권을 발행할 때에 표시이자율을 신중하게 결정할 필요가 있음을 시사한다. 전술하였듯이 무기명채권의 이자율을 제 3절에서 소개한 「적정이자율」과 일치하도록 책정한다면 채권매입자는 회피한 증여세 전액을 암묵적 조세의 형태로 납부하게 되고, 증여세율의 누진구조를 해치지 않게 된다. 그러나 이러한 「적정이자율」은 각 채권매입자들의 증여세율에 따라 다르므로, 가격차별화(price discrimination)를 시행하지 않는 限, 채권매입자 모두에 대해 증여세 전액을 암묵적 조세의 형태로 납부하게 만들 수는 없다. 따라서, 次善策은 무기명채권의 매입 가능성이 가장 높은 증여자들의 세율을 예측하고, 이러한 증여자들에 대한 「적정이자율」과 같도록 무기명채권의 이자율을 책정하는 것이다. 1998년 11월 2일자 매일경제신문은 증권금융채권의 인수현황에 근거하여 “큰손”들의 평균 투자단위가 10억~30억원 수준인 것으로 추정하고 있다. 이 정도의 증여금액에 해당하는 증여세율은 24%~34.67%이다. 일단 대표성이 높은 증여세율을 파악하면, 제 3절의 식 (5) 또는 식 (7)을 이용하여 「적정이자율」을 계산하고 이를 무기명채권의 표시이자율로 사용

하면 된다.

무기명채권은 증여세의 징수와 관련하여 또 하나의 흥미로운 論點을 제공한다. 과세당국이 모든 증여를 포착하고 이에 대하여 증여세를 부과한다는 것은 실제로 불가능하다. 따라서 많은 증여가 과세당국의 감시망을 성공적으로 피할 수 있게 되고 해당 증여세의 징수는 누락된다. 뿐만 아니라, 과세당국이 증여稅源을 포착하고 세금을 징수하는 과정에서 상당한 집행비용(enforcement cost)이 소요된다. 무기명채권의 발행은 이러한 불완전하고 비용이 발생하는 증여세의 직접적인 징수를 대체하는 방법이 될 수 있다. 만일 증여세율을 포착할 확률이 그리 높지 않다면, 무기명채권의 발행으로 최소한 암묵적 조세 상당의 증여세를 간접적으로 거두어들이는 효과를 볼 수 있다. 그러나 이 경우 증여세율 포착확률이 지나치게 낮으면 무기명채권을 매입하려는 유인 자체가 소멸될 가능성이 있으므로, 불법증여에 대한 가산세를 매우 엄격하게 정할 필요가 있다. 또, 과세당국이 세원 포착에 매우 효과적인 경우라고 할지라도 무기명채권의 발행은 증여세의 직접 징수와 관련한 집행비용을 절약하게 해주는 이점을 갖는다. 전술하였듯이, 4조원의 무기명채권을 매입함으로써 증여자들은 1조 2,455억원의 암묵적 조세를 부담하였다. 이 정도의 증여세를 직접 징수하려면 모든 증여에 법정 최고 증여세율을 적용한다고 가정할 때 2조 7,678억원 (= 1조 2,455억원 ÷ 45%)의 세원을 포착해야 한다. 이는 4조원에 해당하는 총 증여세원의 약 70%에 상당하므로, 과세당국의 세원 포착 확률이 70% 정도가 되어야 징수할 수 있는 금액이다. 만일 증여세율이 36.8%라면 약 85%의 확률로 세원을 포착할

24) 조세차익거래에 관한 좀더 자세한 내용은 Scholes and Wolfson(1992)이나 정운오(1999)를 참조하라.

수 있어야 하고, 증여세율이 31.2%라면 과세당국의 세원포착이 확률 100%로 완벽해야 한다.

무기명채권을 통한 간접적인 세금의 징수는 직접 징수와 비교할 때 한 가지 측면에서 차이가 난다. 그것은 직접징수의 경우 세금은 국고로 귀속되나, 간접징수의 경우에는 이미 언급하였듯이 무기명채권의 발행기관에게 세금이 귀속된다는 점이다. 그러나 이러한 차이는 형식적인 것에 불과하다. 그 이유는 무기명채권을 통한 암묵적 조세의 징수는 국가가 실명채권에 대해 증여세를 징수한 후 이를 해당 실명채권발행기관에게 보조금으로 지급하는 것과 동등한 효과를 낳기 때문이다. 즉, 이러한 우회적인 세금보조금의 지급 대신 국가는 특정기관을 지정하여 무기명채권과 같은 과세혜택 자산을 낮은 이자율로 발행하도록 허용하는 셈이다. 그러나 증권금융채권의 경우에서처럼, 만일 국가가 채권의 수요를 잘못 예측하여 채권 전부를 개인투자자들이 매입하지 않게 되면 암묵적 조세가 반드시 국가가 지목하였던 채권발행기관에게 귀속되지 않을 수도 있다. 증권금융채권은 발행시점에서 절반 이상이 기관투자자들에게 인수되었고 1년 후 낮아진 수익률로 개인투자자들에게 매도되었으므로, 채권발행시점의 수익률과 매도시점의 낮아진 수익률간의 차이에 해당하는 암묵적 조세는 채권발행기관이 아닌 기관투자자들에게 귀속하게 되었다. 뿐만 아니라, 기관투자자들로부터 증권금융채권을 매입한 개인투자자들은 채권매입시점의 시장이자율과 실제채권수

익률간의 차이만큼 암묵적 조세를 부담하였지만, 이 가운데 채권매입시점의 시장이자율과 채권발행시점의 수익률간의 차이에 해당하는 암묵적 조세는 경제 내에 귀속처가 없이 사회적인 낭비가 되는 결과를 초래하였다. 암묵적 조세의 귀속처가 애초에 목표하였던 기관에 귀속되지 않는 엉뚱한 결과와 암묵적 조세의 일부가 사회적으로 낭비되는 결과를 방지하기 위해서는 무기명채권과 같은 과세혜택 자산을 발행할 때에 정확한 수요예측을 해야 할 필요가 있다. 아울러 과세혜택에 대해 국가가 확실한 보장을 해 줌으로써 채권 매입자들이 과세혜택의 수혜 여부에 관한 불확실성을 갖지 않도록 하여 과세혜택으로 인한 경제적 이득이 자산가치에 제대로 반영될 수 있도록 하여야 한다. 이는 해당 자산의 수요를 창출하는 데에 기여한다. 한편, 무기명채권의 발행기관은 국가의 경제정책과 관련하여 국가권력에 의해 임의로 정해지며, 이러한 임의성은 정부가 계획과 시행 과정에서 경제적 파급효과를 충분히 고려하지 못하면 경제의 공정성과 시장의 자율성을 저해할 가능성이 있다.²⁵⁾

마지막으로, 무기명채권과 같은 과세혜택 자산을 발행기관에게 조세차익거래(tax arbitrage)의 기회를 제공한다. 예를 들어, 중소기업공단은 국민주택채권 수익률이 8.7%일 때 5.8%의 채권을 발행할 수 있었으므로, 채권발행으로 조달한 자금을 국민주택채권에 투자하면 0원의 순수투자액으로 2.9%(=8.7%-5.8%)의 재정이익을 거둘 수 있다. 이는

25) 이러한 문제점은 증권금융채권의 발행 및 인수과정에서 잘 드러난다. 증권금융채권은 정부가 부실 투신사 문제를 해결하기 위한 자금을 조달할 목적으로 발행되었다. 정부는 부실투신사를 건실한 투신사가 인수하도록 유도하기 위해 低利의 자금지원 약속을 하게 되었고, 이를 위해 이자율이 매우 낮은 증권금융채권을 발행하게 된 것이다. 구체적으로는, 1998년 8월 금융감독원은 국민투신에게 한남투신의 부실신탁채산을 인수하도록 강력하게 요청하였으며, 이와 함께 2조 5,000억원의 자금을 저리로 5년간 지원할 것을 약속하였다. 금융감독원은 이 지원자금 중 2조원을 증권금융채권의 발행으로 조달할 예정이었다. 그러나 2조원 어치의 증권금융채권이 9월까지 3,000억원 밖에 소화되지 않자 금융감독원은 국민투신의 자금지원을 위해 1조 2,000억원 어치를 각 투신사 수탁고 비율대로 떠 안도록 요청하게 되었다. 증권금융채권은 이자율이 연 6.5%에 불과하기 때문에 중도에 개인투자자들에게 양도되지 못하였다면 투신사들의 기존펀드에 편입되어 펀드수익률이 하락하는 결과를 초래하였을 것이다.

법인세후로 2.1% ($=2.9\% \times (1-28\%)$)에 상당한다. 물론 중소기업공단은 채권발행으로 조달한 자금을 중소기업 및 벤처기업의 지원에만 사용해야 한다. 이러한 사업으로부터 얻어지는 수익률이 8.7%를 초과한다면 중소기업공단은 2.1% 보다 더 높은 재정이익을 누릴 수 있게 된다. 이러한 재정이익은 조세형평성의 차원에서 신중히 고려되어야 할 것이다.

VI. 결 어

본 연구는 1998년에 발행된 무기명채권의 매입을 통해 회피된 증여세의 크기와 암묵적 조세의 존재 및 그 규모를 추정하였다. 연구결과에 따르면, 무기명채권의 총 발행규모인 4조원에 대해 약 6,978억원의 세금이 회피된 반면, 시장이자율에 비해 현저히 낮은 채권수익률로 인해 투자자들이 부담한 암묵적 조세는 약 1조 2,455억원에 달하는 것으로 추정되었다. 이러한 추정치는 다음 두 가지의 가정에 근거하고 있다. 첫째, 고용안정채권과 중소기업구조조정채권의 쏠림 및 증권금융채권 중 8,000억원 어치는 발행시점에서 모두 개인투자자들에게 판매되었고, 1조 2,000억원 어치의 증권금융채권은 발행 후 1년 뒤 기관투자자들로부터 개인투자자들에게 매도되었다는 가정이다. 물론 현실적으로 무기명채권은 발행된 후 몇 달 동안에 걸쳐 소화되었고, 이 기간 동안 국민주택채권의 수익률은 하락하였다. 국민주택채권의 수익률이 하락하면 무기명채권의 적정이자율도 하락하므로, 회피된 증여세의 크기는 늘어난다. 반면, 국민주택채권의 수익률이 하락하면 무기명채권의 투자자들이 부담하는 암묵적 조세는 줄어든다. 따라서, 무기명채권이

발행시점에서 모두 소화되었다는 첫 번째 가정으로 인해 회피된 증여세는 실제보다 다소 과소하게, 반대로 암묵적 조세는 실제보다 약간 과대하게 추정되었을 가능성이 있다.

회피된 증여세의 추정을 위해 채택한 두 번째 가정은 개인투자자들의 증여세율에 관한 것이다. 이미 언급하였듯이, 추정을 위해 사용한 증여세율은 무기명채권을 매입할 유인이 있는 투자자들에게 적용되는 최저세율과 최고세율의 단순평균값이다. 이렇게 평균값을 사용한 이유는 각 개인투자자들이 매입한 채권금액에 대한 개별 정보가 없어서 발행채권의 전체 물량을 대상으로 회피된 증여세를 추정하여야 했기 때문이다. 이러한 가정으로 인한 편향(bias)의 방향은 일률적으로 말할 수는 없다. 만일 실제에 있어 저세율 투자자들이 매입한 물량의 비중이 가정한 것보다 더 많았다면 제 4절에서 제시한 회피된 증여세는 과대하게 추정되었을 것이고, 반대로 고세율 투자자들의 비중이 더 컸다면 과소한 추정치일 것이다.

한편, 이상의 연구결과는 제 5절에서 살펴본 대로 많은 조세정책적 시사점을 제공하고 있다. 이러한 정책적 시사점의 제공 이외에도 본 연구는 조세정책당국이 무기명채권의 발행과 관련하여 가지고 있을 수 있는 막연한 세금효과에 대한 기대를 계량화함으로써 조세정책에 좀더 구체성을 부여할 수 있다는 점에서도 그 의의가 크다고 하겠다. 정운오(1996)의 연구가 언급하였듯이, 투자이익에 대한 차별적인 과세방법이 우리 나라 자본시장에서 거래되는 자산의 가격에 미치는 영향은 잠재적으로 매우 크다. 이러한 과세효과에 관한 실증적 또는 분석적 연구는 건전한 조세정책을 수립하는 데에 기여하는 바가 클 것이므로, 이러한 분야의 연구가 앞으로도 더욱 활성화되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 고종권. 1996. 내재적 조세에 관한 실증연구. **세무학연구** 제 8호, pp. 277-300.
- 김갑순. 1999. 조세혜택의 증분으로 인한 기업의 내재적 조세. **회계학연구** 제 24권, 제 3호, pp. 1-23.
- 정운오. 1996. 자산수익률에 미치는 세금효과. **세무학연구** 제 8호, pp. 101-124.
- _____. 1998. 미시경제학에 근거한 세무연구. **회계학연구** 제 23권, 제 3호, pp. 107-136.
- _____. 1999. Scholes and Wolfson의 세무연구 패러다임에 나타난 주요 개념 및 분석 틀. **경영논집** 제 33권, 제 1호, pp. 114-145. 서울대학교 경영대학 경영연구소.
- _____. 와 전규안. 1999. 세금효과와 배당락일의 주가조정 행위. **회계학연구** 제 24권, 제 2호, pp. 1-28.
- 이경예. 1999. 한국 채권시장에서의 암묵세 존재에 대한 실증연구. 서울대학교 석사학위논문.
- Berger, P. 1993. Explicit and Implicit Tax Effect of the R&D Tax Credit. *Journal of Accounting Research* 31 (No. 2): 131-171.
- Erickson, M., and E. Maydew. 1998. Implicit Taxes in High Dividend Yield Stocks. *Accounting Review* 73, pp. 435-458.
- Guenther, D. 1994. The Relationship between Tax Rates and Pre-tax Returns: Direct Evidence from the 1981 and 1986 Tax Rate Reductions. *Journal of Accounting and Economics*: 379-394.
- Scholes, M., and M. Wolfson. 1992. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*. Prentice Hall .
- Shackelford, D. 1991. The Market for Tax Benefits: Evidence from Leveraged ESOPs. *Journal of Accounting and Economics*: 117-145.
- Wilkie, P. 1992. Empirical Evidence of Implicit Taxes in the Corporate Sector. *The Journal of the American Taxation Association*: 97-116.

부 록

본 부록에서는 증여 후 투자하는 案과 투자 후 만기에 증여하는 案을 비교하고 세율이 비례적(proportional)인 경우에는 두 안이 무차별적이나, 세율이 누진구조를 갖는다면 前者가 더 유리함을 보여 준다. 내용 제시의 명료성을 위해 아래 분석에서는 채권의 표시이자율과 유통수익률이 동일하다고 가정한다. 그러나 표시이자율과 유통수익률이 상이한 경우에도 분석의 결과는 변함이 없다.

(1) 투자 후 만기에 증여하는 案

투자원금 1원을 R 의 수익률로 n 기간 동안 투자하고, 투자소득에 대해 t_i 의 세율로 세금을 납부한 후의 금액은 다음과 같다.

$$\text{투자소득에 대한 과세 후 금액} = (1+R)^n(1-t_i) + t_i$$

이 금액이 증여 대상 금액이므로, t_g 의 세율로 증여세를 납부한 후의 금액은 아래와 같다.

$$\text{증여세 납부 후 금액} = [(1+R)^n(1-t_i) + t_i] \cdot (1-t_g) \quad (1a)$$

(2) 증여 후 투자하는 案

투자하기 前에 증여를 먼저 하므로 투자원금은 $(1-t_g)$ 로 줄어든다. 이를 R 의 수익률로 n 기간 투자하면 $(1-t_g)(1+R)^n$ 이 되고, 여기에 투자소득에 대한 세금을 납부하면,

$$\begin{aligned} \text{투자소득 과세 후 금액} &= (1-t_g)(1+R)^n(1-t_i) + (1-t_g)t_i \\ &= (1-t_g) \cdot [(1+R)^n(1-t_i) + t_i] \end{aligned} \quad (2a)$$

투자소득 세율과 증여세율이 비례적이라면, 즉 투자소득이나 증여금액의 크기와 상관없이 t_i 및 t_g 가 변하지 않는다면 식 (1a)와 (2a)는 동일하므로 투자 후 만기에 증여하는 案이나 증여 후 투자하는 案이 무차별적이 된다. 그러나, 투자소득세율과 증여세율이 누진적이라면 투자소득이 적을수록, 그리고 증여금액이 적을수록 더 낮은 세율을 적용 받는다. 증여 후 투자하는 안과 투자 후 만기에 증여하는 안을 비교하

면, 前者의 경우 투자원금은 $(1 - t_g)$ 로서 後者の 투자원금 1원보다 적고, 따라서 투자소득도 적게 발생한다. 또, 증여금액에 있어서도 前者는 1원으로서 後者の 증여금액인 $[(1 + R)^n(1 - t_i) + t_i]$ 원보다 더 적다. 결과적으로, 누진세율 구조하에서는 전자의 경우 적용세율이 더 낮아서 세금 부담이 더 적게 된다. 이는 증여 후 투자하는 것이 투자 후 만기에 증여하는 것보다 유리함을 의미한다.

Implicit Taxes of Bonds without Real Names and Some Policy Implications

Woon-Oh Jung*

Abstract

The main purposes of this study are to document the existence and the magnitude of implicit taxes related to bonds without real names in the Korean bond market, and to present some tax policy implications based on the results. The tax benefit of these bonds is that if held until maturity, the investors are exempt from paying gift or estate taxes. This tax benefit is expected to lower the before-tax rate of return on the bonds, and thus to bring about implicit taxes. This study estimates that investors had legally avoided ₩697.8 billion of taxes by purchasing the ₩4 trillion bonds without real names issued in 1998, and also that they paid implicit taxes amounting to ₩1 trillion and 245.5 billion. This is equivalent to paying gift taxes at 31%. This result provides important policy implications. First, bonds without real names suppress the progressiveness of tax rate structure with the highest rate of 45%, hampering tax equity. This is similar to a clientele-based tax arbitrage which allows taxpayers to convert high explicit tax rate to a low implicit tax rate. That bonds without real names flatten the progressiveness of tax rate structure implies that the coupon rates of these bonds should be carefully determined at the time of issuance. Incidentally, it is interesting to note that the issuance of bonds without real names could be an alternative way of directly collecting gift taxes, which is an imperfect and costly means of enforcing tax laws. If the tax agency is not very effective in enforcing the law, the issuance of bonds without real names permits the agency to collect taxes equal to implicit taxes at the minimum. Even if the agency is highly effective, these bonds have a merit of saving substantial amount of enforcement costs. For ₩4 trillion bonds, investors were estimated to be incurred ₩1 trillion and 245.5 billion implicit taxes. To

* College of Business Administration, Seoul National University

collect this much gift tax, the agency must identify ₩2 trillion and 767.8 billion worth of gift transactions, even assuming that the highest tax rate can be applied to all the transactions. This implies that the agency must be able to identify gift transactions with approximately 70% probability. If a lower tax rate is applied, a higher probability is required, and the enforcement costs would become much greater.

Key words: Bonds without Real Name, Implicit Tax, Tax Arbitrage, Gift Tax, Estate Tax